

## Fed zmienia ton

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Większość wczorajszego dnia upłynęła pod znakiem oczekiwania na wynik posiedzenia FOMC.** Notowania indeksów akcyjnych były w dużym stopniu w trybie *wait-and-see*. Indeksy na giełdach w Europie lekko wzrosły, kontrakty *futures* w USA lekko spadały. Mocniejsze ruchy odnotowano na wycenach papierów rządowych w strefie euro – rentowności 10-letnich Bundów rosły o 10pb. Ceny ropy nieco wzrosły, podobnie jak kurs EURUSD, który zbliżył się do poziomu 1,08. W reakcji na decyzję Fed indeksy giełdowe zakończyły dzień na minusie, a rentowności *Treasuries* obniżyły się, w tym 10-letnich obligacji spadły o blisko 11pb. Dolar kontynuował trwający od tygodnia trend deprecjacyjny, a kurs EURUSD wzrósł do blisko 1,085. Na krajowym rynku zmiany notowań były niewielkie: kurs złotego pozostał w trendzie bocznym względem euro, natomiast po decyzji Fed nieco umocnił się wobec dolara. Rynek stopy procentowej przesunął się lekko w górę.
- Dzisiaj czeka nas dogrywka ze strony banków centralnych.** Decyzje o polityce pieniężnej podejmą m.in. SNB, Bank Anglii i Norges Bank. We wszystkich trzech przypadkach oczekujemy podwyżek stóp procentowych o 25pb. Przed szczególnym wyzwaniem stoi SNB, który niedawno był zmuszony do ratowania Credit Suisse. Wydaje się, że przedsięwzięte działania (przejęcie przez UBS, dostarczenie płynności do sektora bankowego i gwarancje) pozwolą bankowi kontynuować cykl podwyżek stóp. W Wielkiej Brytanii i Norwegii argumentami za dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej jest uporczywa presja inflacyjna połączona z napiętą sytuacją na rynku pracy.
- Zagraniczne dane makro** na dziś to tygodniowe statystyki z amerykańskiego rynku pracy (liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych) oraz sprzedaż nowych domów w USA za luty. Wcześniejsze dane z rynku nieruchomości wskazywały na początek poprawy koniunktury.
- W kraju zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny**, w którym poznamy finalne dane o stopie bezrobocia w lutym (wstępny szacunek MRiPS wskazał na stabilizację stopy na poziomie 5,5%) oraz dane o nowych zamówieniach przemysłowych. Ciekawą informacją będą też wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2022 – tu szukać będziemy m.in. wskazówek na ile realizuje się scenariusz kompresji marż.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

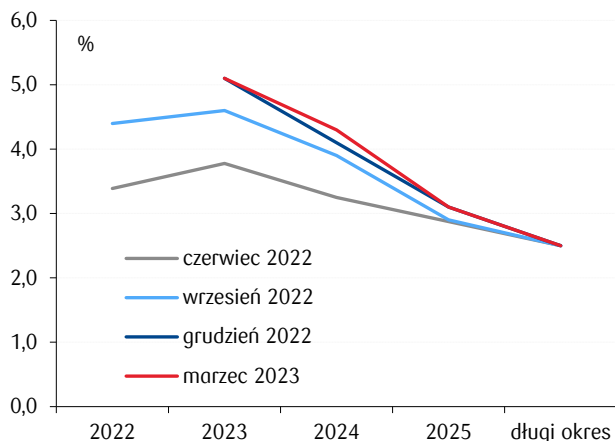
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

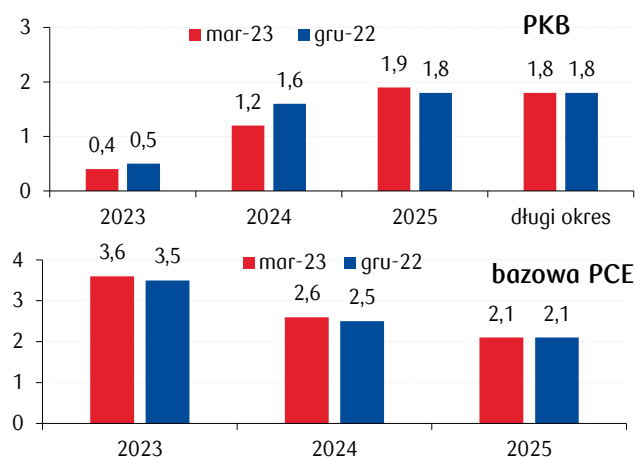
	Wartość 2023-03-22	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,6905	0,0
USDPLN	4,3465	-0,2
CHFPLN	4,7058	-0,2
GBPPLN	5,2964	-0,3
EURUSD	1,0792	0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,99	11
PL5Y	5,95	4
PL10Y	6,01	1
DE10Y	2,33	5
US10Y	3,50	-11
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	56 989,8	-0,6
DAX	15 216,2	0,1
S&P500	3 937,0	-1,6
Nikkei**	27 431,5	-0,1
Shanghai Comp.**	3 280,8	0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1946,39	0,0
Ropa Brent	76,64	1,9

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Medianowa ścieżka stóp wg FOMC (na koniec okresu)



### Medianowe prognozy PKB i inflacji bazowej PCE wg FOMC

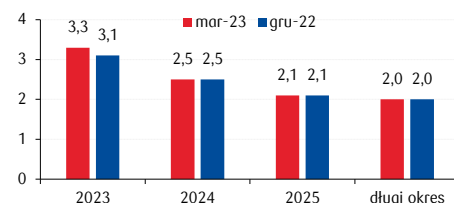


## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA: Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami podniosła stopę Fed funds o 25pb do 4,75-5,0%. Fed zmienił *forward guidance* – obecnie ocenia, że aby opanować inflację „mogą być konieczne pewne dodatkowe działania”, podczas gdy dotychczas oceniał, że „będą konieczne dalsze podwyżki”. Członkowie Komitetu w pierwszych dniach po eskalacji problemów w sektorze bankowym rozważali „pauzę” w cyklu podwyżek, ale ostatecznie osiągnięto szerokie porozumienie dla podwyżki o 25pb. W [komunikacie](#) podkreślono, że choć dane wskazują na skromny wzrost wydatków i produkcji, to wskaźniki gospodarcze w ostatnim czasie zaskakiwały raczej w górę, inflacja pozostaje wysoka, a przyrost miejsc pracy przyspieszył. Prezes J.Powell podkreślał, że Fed pozostaje zdeterminowany w walce z wysoką inflacją, bez opanowania której nie jest możliwa trwała stabilność makroekonomiczna i finansowa. Komitet nie dyskutował o możliwości zmian w programie QT. **Razem z decyzją opublikowano nowe prognozy.** Oczekiwana przez członków FOMC ścieżka stóp procentowych na koniec poszczególnych lat (por. wykres na 1. stronie) nie różni się istotnie od prognoz z grudnia (tylko w 2024 stopa jest nieznacznie wyższa, wynosi 4,3% zamiast 4,1%) – nowe projekcje nie zakładają więc silniejszych niż w założeniach z grudnia podwyżek stóp w tym roku, a jedynie nieco wolniejsze tempo obniżek w 2024. Prezes Fed potwierdził, że przed tumultem na rynku bankowym prognozy stóp procentowych członków FOMC były zdecydowanie wyższe. Ostatnie wydarzenia skutkowały zacieśnieniem warunków kredytowych dla gospodarstw i firm, co ogranicza popyt, osłabia rynek pracy i w konsekwencji inflację. Zacieśnienie warunków kredytowych oddziałuje w tym samym kierunku co podwyżki stóp i ogranicza skalę koniecznych działań ze strony Fed. Prezes Powell powiedział, że omawiana ścieżka stóp nie jest zobowiązaniem, a Komitet będzie reagował w zależności od napływających danych. Jednocześnie **członkowie Rezerwy są mniej optymistycznie nastawieni względem koniunktury gospodarczej** – PKB w 2023 i 2024 ma rosnać słabiej (przy bilansie ryzyka skierowanym w dół). Z kolei ścieżka inflacji PCE oraz inflacji bazowej PCE są tylko minimalnie wyższe (w 2023) niż te z grudnia. Bilans ryzyka dla inflacji nadal jest przechylony w górę, ale jednocześnie aż 7 z 18 uczestników (najwięcej od marca 2021) wskazało, że ryzyko jest zbilansowane. W trakcie konferencji prasowej znaczna część pytań do szefa Fed była poświęcona sytuacji sektora bankowego. W jego ocenie amerykański sektor bankowy jest odporny, a Fed zademonstrował determinację w zapewnieniu bezpieczeństwa dla depozytów całego systemu. W Fed trwa przegląd obowiązujących regulacji bankowych, by ocenić „co poszło nie tak i jak doszło do niewypłacalności niektórych banków”. Prezes Powell wskazał też, że nie należy traktować ostatniego wzrostu bilansu Fed jako „nowego QE”, ponieważ bilans banku centralnego wzrósł ze względu na pożyczki płynnościowe (rola pożyczkodawcy ostatniej instancji), co istotnie różni się od luzowania ilościowego (cel: obniżki rynkowych stóp procentowych). Zdaniem Prezesa obecnie jest zbyt wcześnie by określić, czy wydarzenia w sektorze bankowym zmniejszają prawdopodobieństwo „miękkiego lądowania” amerykańskiej gospodarki.**

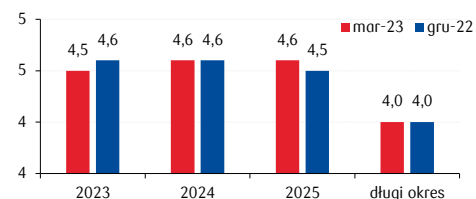
Zakładamy, że wczorajsza podwyżka mogła być ostatnią w tym cyklu. Kolejne podwyżki mogą już nie być konieczne ze względu na pogorszenie koniunktury gospodarczej, która w konsekwencji przełoży się na szybszą dezinflację (również w najistotniejszym dla Fed sektorze usług). Kolejnym czynnikiem sugerującym ostrożność będą obawy przed negatywnym wpływem dalszych podwyżek stóp procentowych na stabilność sektora bankowego (szczególnie małych i regionalnych banków) oraz zacieśnienie warunków kredytowych wynikające z problemów banków.

## Medianowe prognozy inflacji PCE wg FOMC



Źródło: Rezerwa Federalna, PKO Bank Polski.

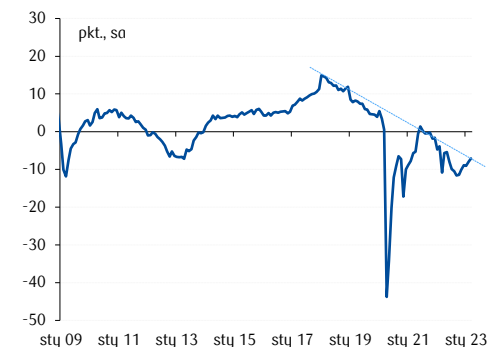
## Medianowe prognozy stopy bezrobocia wg FOMC



Źródło: Rezerwa Federalna, PKO Bank Polski.

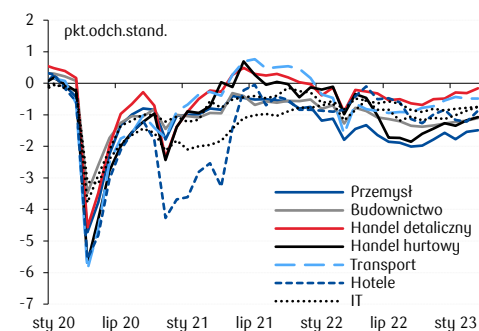
- POL: Koniunktura przedsiębiorstw w marcu po raz kolejny poprawiła się.** Zagregowany (przez nas) wskaźnik koniunktury przedsiębiorstw (obejmujący przetwórstwo, budownictwo, handel, transport, hotele, IT, finanse) wzrósł do poziomu -7,1 pkt. (z -8,0 pkt. w lutym). Jest to kolejny wzrost wskaźnika od dołka, który odnotowano w październiku 2022. Stopniowa poprawa koniunktury wskazuje, że obawy o negatywne skutki wojny i kryzysu energetycznego na razie nie sprawdziły się. Patrząc z pewnej perspektywy, negatywne tendencje średnioterminowe także zostały przełamane (por. wykres). To może oznaczać, że jesteśmy u progu nowego rozdania jeżeli chodzi o cykl koniunkturalny – w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że 3q23 wyznaczy punkt zwrotny i początek cyklicznego ożywienia. Na razie dane o koniunkturze z poszczególnych branż wydają się wspierać ten scenariusz. Wiosenną poprawę koniunktury odnotowano w marcu we wszystkich raportowanych branżach (z wyjątkiem transportu, gdzie wskaźnik koniunktury pozostał bez zmian wobec lutego). Z drugiej strony, firmy nadal oceniają, że wojna w Ukrainie stanowi istotne ryzyko dla ich działalności.
- POL: Koniunktura konsumencka w marcu poprawiła się – wzrosły oba główne wskaźniki** (bieżący do -35,6 pkt. z -36,0 pkt. i wyprzedzający do -22,6 pkt. z -25,7 pkt. w lutym). Kluczowym czynnikiem prowadzącym do poprawy jest zapewne niespełnienie się czarnych scenariuszy dotyczących kryzysu energetycznego. Pomimo trwającej już prawie pół roku poprawy, wskaźniki koniunktury konsumenckiej pozostają na niskich poziomach. Pesymizm konsumentów jest przede wszystkim widoczny w niskiej skłonności do dokonywania ważnych zakupów. Światłem w tunelu jest zapewne poprawa ocen dotyczących bezrobocia – spadły obawy o jego wzrost. Z drugiej strony oczekiwania konsumentów dotyczące przyszłej inflacji nieco się pogorszyły – obecnie oczekują oni nieco wyższej inflacji niż zakładali w lutym. Nie uważamy jednak, aby to była kolejna zmiana trendu, wręcz przeciwnie, trend spadkowy oczekiwań inflacyjnych konsumentów utrzymuje się od wakacji 2022.
- POL: Wzrost cen produktów rolnych w lutym spowolnił do 31,2% r/r wobec 34,5% r/r w styczniu.** Krótkoterminowa miara trendu sugeruje, że tendencje wzrostowe cen produktów rolnych wyhamowują, co będzie się przekładać na niższą inflację żywności (por. wykres). W średnim terminie dezinflacja żywności będzie się pogłębiać, wsparta m.in. spadkami cen surowców rolnych na świecie, a także planowanym przez rząd wydłużeniem obowiązywania zerowych stawek VAT na podstawowe produkty żywnościowe.
- POL: Minister finansów M.Rzeczkwaska powiedziała, że zerowa stawka VAT na podstawowe produkty żywnościowe będzie prawdopodobnie obowiązywała do końca roku.** Dodała, że w najbliższych tygodniach powinny pojawić się rozwiązania dotyczące podatku od nadmiarowych zysków firm energetycznych.
- POL: Podaż pieniądza M3 w lutym wzrosła o 7,4% r/r (wobec 6,9% r/r w styczniu).** W ciągu miesiąca agregat M3 zwiększył się o ponad 35 mld PLN, przy niewielkim spadku gotówki w obiegu (o 0,1 mld PLN), umiarkowanym wzroście depozytów bieżących (o 8,0 mld PLN) oraz silnym wzroście depozytów terminowych (28,2 mld PLN). Dane o należnościach i zobowiązaniach sektora bankowego (skor. o FX) pokazały mocną poprawę dynamiki depozytów ogółem i obniżenie się dynamiki kredytów (więcej w Makro Flashu: „[Rośnie skłonność do oszczędzania](#)”).
- UK: Inflacja CPI w lutym wzrosła do 10,4% r/r z 10,1% r/r w styczniu** przy oczekiwaniach nieznaczego spadku do 9,9% r/r. Główna miara inflacji w Wielkiej Brytanii, CPIH (CPI uwzględniająca koszty właścicieli mieszkań) wzrosła do 9,2% r/r (z 8,8% r/r w styczniu). Za wzrost inflacji CPI względem stycznia odpowiadały przede wszystkim wyższe ceny w restauracjach

### Zagregowany (przez PKO) wskaźnik koniunktury w przedsiębiorstwach



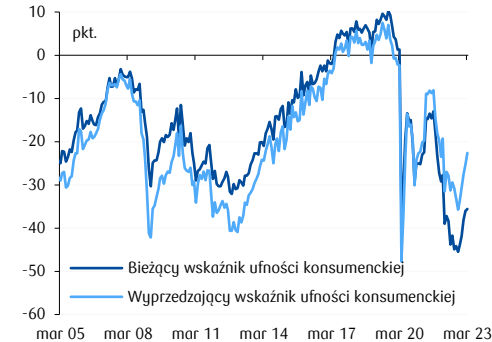
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Koniunktura gospodarcza według branż



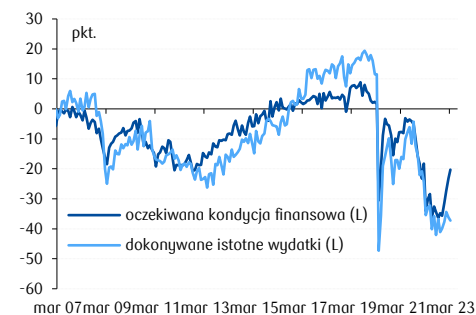
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Koniunktura konsumencka



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Oczekiwania konsumentów

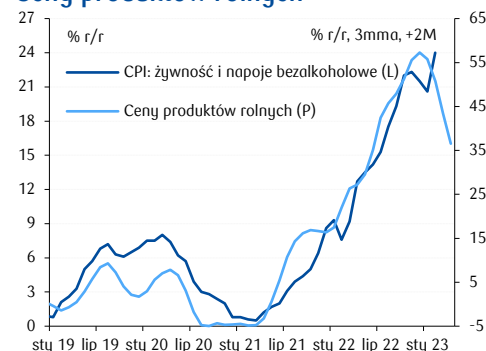


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

i hotelach, ceny żywności i napojów (efekt niedoborów części świeżych warzyw i owoców) oraz odzieży i obuwia.

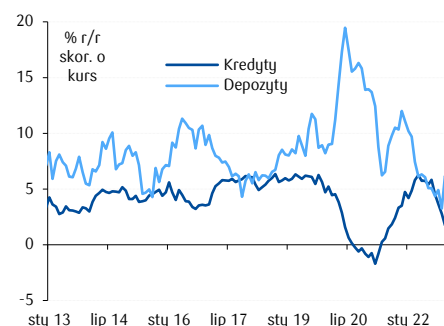
- **EUR:** Ch.Lagarde (EBC) oceniła, że dotychczasowe podejście EBC do prowadzenia polityki pieniężnej, oparte o napływające dane, będzie utrzymane. Kurs polityki pieniężnej EBC będzie wyznaczony przez ocenę procesów inflacyjnych, w tym inflacji bazowej, a także przez ocenę mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Napływające w najbliższym czasie dane (kombinacja mocnych odczytów inflacyjnych oraz słabszych danych kredytowych) oznacza, że kolejna decyzja co do stóp procentowych w strefie euro będzie zapewne efektem kolejnego kompromisu. Gdyby wzrost awersji do ryzyka skłonił banki do dodatkowego zwiększenia oprocentowania oferowanych kredytów, byłby to dla EBC sygnał, że zacieśnienie monetarne może być nieco lżejsze.
- **EUR:** P.Lane (główny ekonomista EBC) ocenił, że obniżającemu się impetowi inflacji HICP nadal towarzyszyć będzie presja płacowa, która jeszcze przez pewien czas będzie widoczna w bazowych procesach inflacyjnych. Spadek cen energii oraz szczyt wzrostu płac, który ma nastąpić w trakcie 2023, powinny jego zdaniem istotnie wzmocnić procesy dezinflacyjne w strefie euro w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Efekty pośrednie cen energii powinny być także dodatkowym motorem wspierającym dezinflację w bazowych kategoriach inflacyjnych.
- **EUR:** F.Panetta (EBC) ocenił, że duży poziom niepewności w sektorze bankowym, z jakim mamy dziś do czynienia, nie powinien być kwitowany gwałtownymi zmianami polityki pieniężnej przez władze monetarne.
- **POL:** P.Litwiniuk (RPP) ocenił, że nieco wyższe stopy procentowe zapewniłyby większą stromość procesu dezinflacji – jego zdaniem odpowiedni poziom stóp to 7,00%. Zmiana oceny optymalnego poziomu stóp procentowych mogłaby nastąpić w przypadku, gdyby ścieżka inflacji mocno różniła się od tej, którą NBP prezentuje w projekcji. Gdyby inflacja spadała szybciej niż to pokazuje projekcja, to uzasadniałoby to utrzymanie parametrów polityki pieniężnej bez zmian. Zdaniem P.Litwiniuka podejście „wait-and-see” jest obecnie rozsądne, ale optymistyczne. Dlatego nieco wyższy poziom stóp procentowych byłby w jego ocenie obecnie optymalnym.

## Ceny produktów rolnych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Depozyty i kredyty (skor. o FX)



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 17 marca</b>						
EUR: Inflacja HICP (lut, rew.)	11:00	% r/r	8,6	8,5	--	8,5
EUR: Inflacja bazowa (lut, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,6	--	5,6
USA: Produkcja przemysłowa (lut)	14:15	% m/m	0,3	0,5	--	0,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar, wst.)	15:00	pkt.	67,0	67,3	--	63,4
<b>Poniedziałek, 20 marca</b>						
GER: Inflacja PPI (lut)	8:00	% r/r	17,8	14,5	--	15,8
POL: Inflacja PPI (lut)	10:00	% r/r	20,1	17,8	18,1	18,4
POL: Produkcja przemysłowa (lut)	10:00	% r/r	1,8	1,1	0,2	-1,2
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	% r/r	13,5	12,0	11,9	13,6
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	% r/r	1,1	1,0	1,0	0,8
EUR: Bilans handlowy (sty)	11:00	mld EUR	-13,4	--	--	-11,3
<b>Wtorek, 21 marca</b>						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut)	10:00	% r/r	2,4	1,2	1,3	6,6
POL: Sprzedaż detaliczna (lut)	10:00	% r/r	0,1	-1,4	-3,8	-5,0
GER: Indeks instytutu ZEW (mar)	11:00	pkt.	28,1	17,5	--	13,0
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut)	15:00	mln	4,00	4,15	--	4,58
<b>Środa, 22 marca</b>						
POL: Koniunktura konsumencka (mar)	10:00	pkt.	-36	-34,6	-36,0	-35,6
POL: Podaż pieniądza M3 (lut)	14:00	% r/r	6,9	6,5	6,5	7,4
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	4,50-4,75	4,75-5,00	4,75-5,00	4,75-5,00
<b>Czwartek, 23 marca</b>						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	1,00	1,50	1,25	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	2,75	3,0	3,0	--
POL: Stopa bezrobocia (lut)	10:00	%	5,5	5,5	5,5	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	4,0	4,25	4,25	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	13:30	mld USD	-217,1	-213,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys.	192	200	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lut)	15:00	tys.	670	650	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (mar, wst.)	16:00	pkt.	-19,0	-18,9	--	--
<b>Piątek, 24 marca</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	9:30	pkt.	46,3	47,5	--	--
GER: PMI w usługach (mar, wst.)	9:30	pkt.	50,9	51,3	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	10:00	pkt.	48,5	48,8	--	--
EUR: PMI w usługach (mar, wst.)	10:00	pkt.	52,7	52,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut, wst.)	13:30	% m/m	-4,5	1,7	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	14:45	pkt.	47,3	47,3	--	--

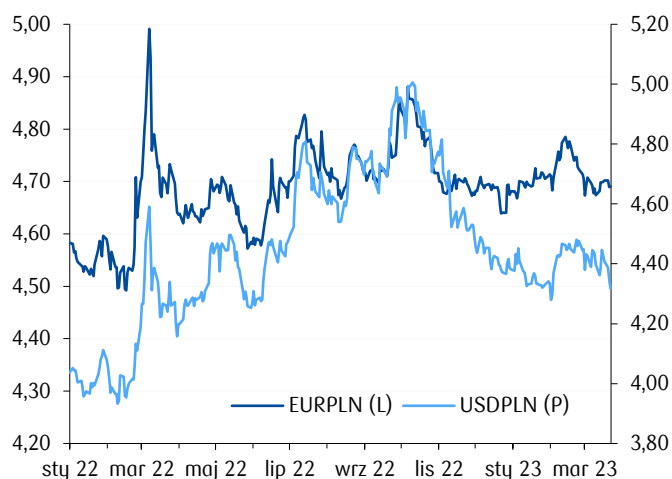
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

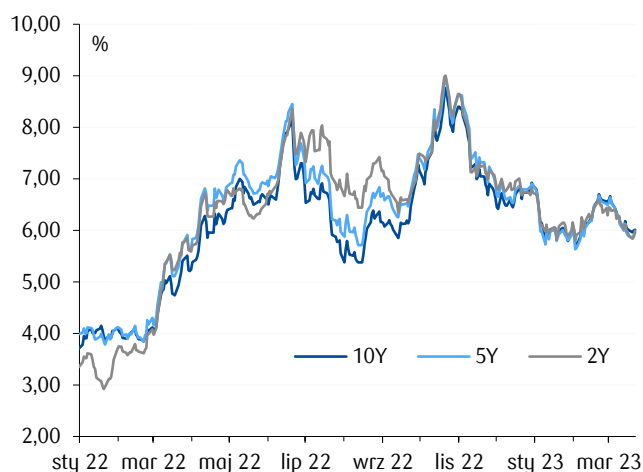
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2023-03-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,6905	0,0	-0,2	-1,2	-0,4	3,6
	USDPLN	4,3465	-0,2	-2,5	-2,7	1,6	4,0
	CHFPLN	4,7058	-0,2	-2,5	-2,0	2,5	9,6
	GBPPLN	5,2964	-0,3	-1,3	-1,9	-6,5	10,5
	EURUSD	1,0792	0,2	2,4	1,5	-1,9	-0,4
	EURCHF	0,9968	0,2	2,4	0,9	-2,8	-5,4
	GBPUSD	1,2231	0,3	1,7	1,4	-7,4	4,0
	USDJPY	132,68	0,3	-0,1	-1,4	9,6	22,3
	EURCZK	23,70	-0,4	-1,3	0,0	-3,8	-14,4
	EURHUF	388,30	-0,4	-2,9	1,8	4,2	9,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,99	11	0	-50	47	482
	PL5Y	5,95	4	0	-66	39	421
	PL10Y	6,01	1	-3	-63	82	403
	DE2Y	2,70	12	32	-22	294	346
	DE5Y	2,37	8	26	-20	217	287
	DE10Y	2,33	5	21	-19	185	256
	US2Y	3,98	-20	1	-72	187	345
	US5Y	3,58	-17	-1	-58	124	276
	US10Y	3,50	-11	1	-42	118	224
<b>Akcje</b>	WIG	56 989,8	-0,6	0,3	-2,9	-11,5	45,0
	WIG20	1 707,3	-0,7	0,0	-5,0	-19,5	21,8
	S&P500	3 937,0	-1,6	1,2	-1,4	-11,7	64,2
	NASDAQ100	12 567,2	-1,4	2,6	4,2	-13,0	75,1
	Shanghai Composite**	3 280,4	0,4	0,5	-0,3	0,3	20,2
	Nikkei**	27 425,0	-0,2	0,7	1,2	-2,2	64,0
	DAX	15 216,2	0,1	3,3	-1,2	6,5	80,3
	VIX	22,26	4,1	-14,8	-0,1	-5,6	-70,9
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	76,6	1,9	2,3	-5,0	-37,1	200,5
	Ropa WTI	70,8	1,8	4,9	-4,1	-39,4	247,6
	Złoto	1946,4	0,0	0,9	6,1	0,9	30,6

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

## Notowania złotego wobec głównych walut

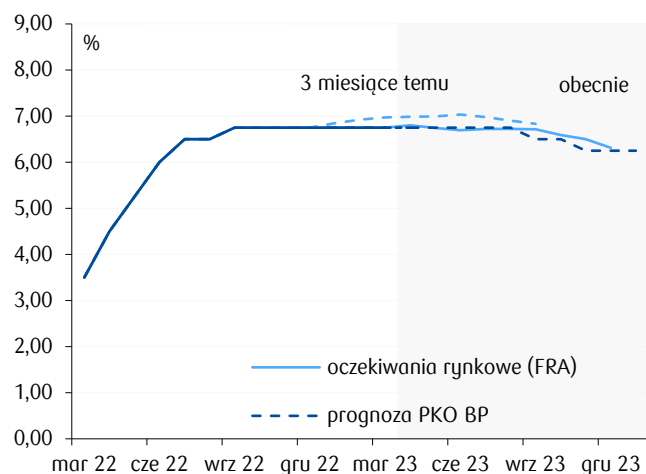


## Rentowności polskich obligacji skarbowych

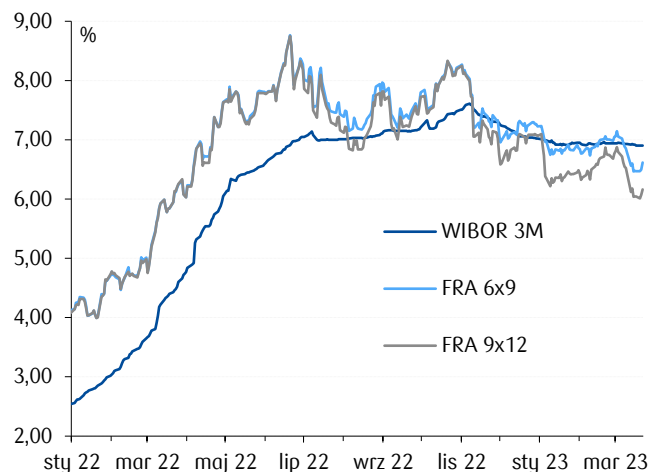




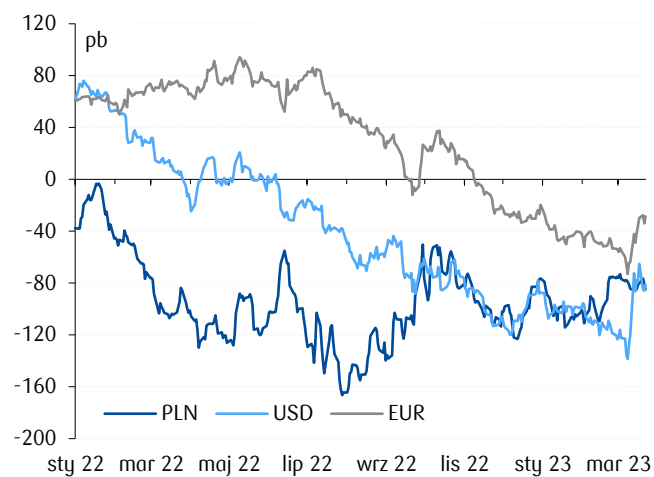
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



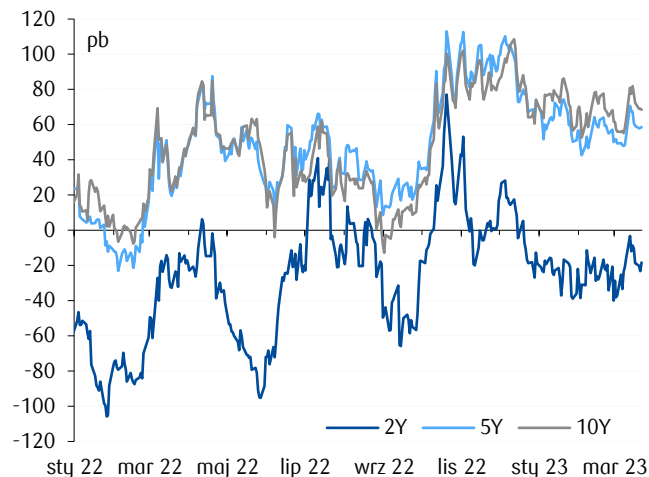
### Krótkoterminowe stopy procentowe



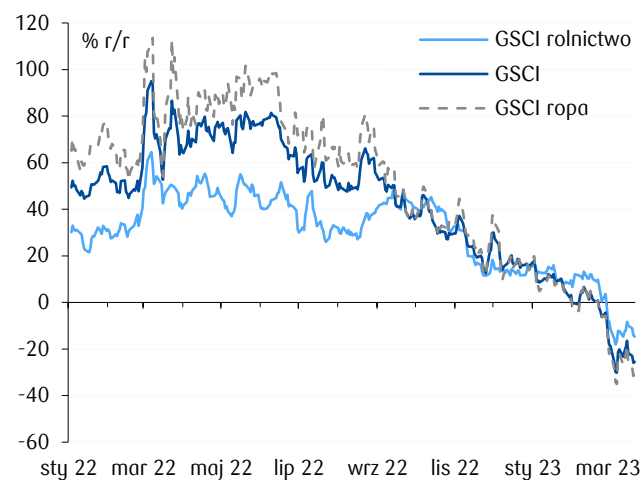
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



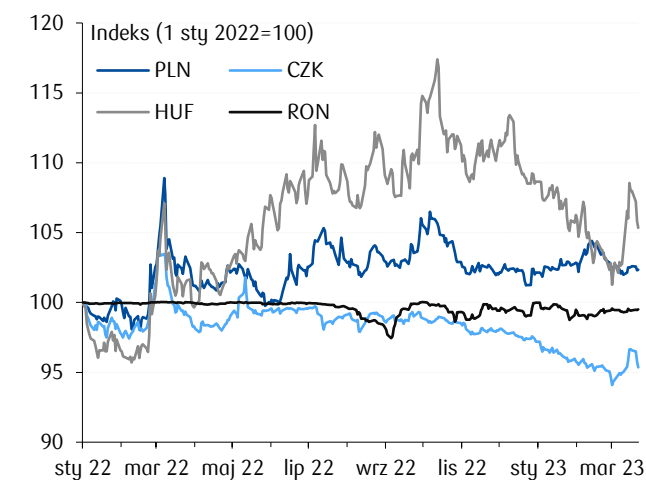
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

